主题研究

二轮车主题报告：政策驱动替换潮 新趋势塑造新格局

观点聚焦

常菁
分析员
SAC 执证编号：S0080518110003
SFC CE Ref：BMX565
jing3.chang@cicc.com.cn

王雷
联系人
SAC 执证编号：S0080118040030
SFC CE Ref：BNN451
lei5.wang@cicc.com.cn

投资建议

二轮车是交通出行工具中重要的组成部分，本文主要针对摩托车和电动自行车 2 大细分市场，就未来空间、发展趋势、竞争格局和重点公司进行梳理。建议关注：1）电动自行车/锂电龙头：雅迪控股、小牛电动；2）中大排量摩托车龙头：春风动力；3）相关零部件标的：亿纬锂能等。

理由

电动自行车：短期看新国标带动替换潮，长期看锂电渗透、行业集中度提升和海外市场突破。2019 年国内电动自行车产销达到接近 3,000 万辆规模，自 2005 年开始电动二轮车需求快速爆发，而伴随城镇化率提升、短途出行需求增加，我们认为电动二轮车仍将保持稳健需求。目前国内二轮车电动化渗透率已经达到较高水平，但电池低端化仍是现状，锂电渗透率不到 15%。我们认为电动车新国标的实施，将加速锂电渗透率提升，带动龙头公司市占率、平均售价和盈利水平的提升。而 2022 年 4 月开始绝大多数地区的非标车禁行也将带动更新需求在 2021-22 年集中释放，我们测算总体增量贡献在 6000 万辆以上，帮助未来 2 年行业销量实现翻倍。海外市场，欧洲摩托车销量仍有增长，印度、东南亚等地区小排量摩托车保有量基数大，海外市场整体电动化渗透率仍较低，补贴等政策驱动电动化率提升是趋势。目前电动二轮车出口量在 150 万辆的小规模，国内龙头企业在采购端具有规模优势，我们认为能够以高性价比车型逐步打开海外出口市场。

摩托车：国内需求有所萎缩，关注大排量、娱乐需求的细分市场进口替代的机会。1970 年代至 1990 年代，高性价比的摩托车成为国内主要代步工具，销量快速增长，到 2009 年超过 2,500 万辆。2011 年以来，受制于汽车普及度提升、各地陆续实施禁、限摩托车的法律法规，摩托车需求萎缩，到 2019 年销量下降至 1713 万辆。近几年，国内中大排量摩托车销量快速增长，伴随居民收入水平提升，消费者需求呈现多元化、个性化和年轻化，同时目前国内 250cc 排量以上的中大型摩托车销量刚刚超过 10 万辆，渗透率仍然很低，对标全球水平，我们测算国内中大排量摩托车销量有望达到 100 万辆左右，拥有巨大的增长空间。中大排量摩托车在核心部件方面具备一定技术门槛，目前国内中大排量摩托车以进口为主，但部分具备一定研发设计实力的国产企业，开始发力中大排量市场，进口替代存在突破空间。

疫情后需求大幅反弹带动板块股价上涨，中长期逻辑仍在逐步兑现中。从 4 月开始，雅迪、小牛、新日等股价走势非常强劲，均实现 100%以上的增长。我们认为疫情后国内市场电动自行车需求的快速恢复是主要催化剂。2 季度小牛电动国内销量达到 15.5 万辆，同比+81.0%；此外，雅迪控股近期发布公告预计 1H20 录得纯利同比增长不少于 90%，增长主要由于电动两轮车销量增加。除了需求回暖，我们所讨论的非标车淘汰、锂电渗透率提升，带动的行业集中度提升、龙头公司盈利能力改善，在上市公司股价中体现还非常有限。自上而下量化，我们估算头部上市公司市值仍有翻倍空间。

盈利预测与估值

维持公司盈利预测、评级及目标价不变。

风险

政策落地不及预期。

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

目录

市场梳理：亚洲为二轮车消费大国，欧洲市场需求增长 4
国内发展历程：从摩托车到电动自行车，二轮车市场蓬勃发展 4
国际市场情况：东南亚、日本、拉美等国家为摩托车消费大国 6
出口情况：摩托车出口量大，电动自行车出口规模较小仍有突破空间 8
未来趋势：新国标带动替换潮，大排量摩托车快速增长 11
电动自行车：短期看新国标带动替换潮，长期看国内集中度提升、海外出口市场突破 11
摩托车：从通勤代步转向休闲娱乐，大排量需求快速增长 16
竞争格局：电动自行车集中度提升，大排量摩托车关注进口替代 18
电动自行车：产品高端化、企业规范化是趋势，市场会继续向头部企业集中 18
摩托车：全球市场格局稳定，国内大排量市场存在进口替代的机会 21
重点公司梳理 24

图表

图表 1：国内二轮车分类 4
图表 2：禁摩政策梳理 4
图表 3：中国摩托车销量（含出口） 5
图表 4：中国电动自行车产量 5
图表 5：国内助力二轮车电动化渗透率逐渐升高 5
图表 6：摩托车、电动助力车百户家庭拥有量 6
图表 7：2018 年全球摩托车需求调查 6
图表 8：2018-2019 年全球摩托车销量 7
图表 9：各国电动自行车销量情况 7
图表 10：欧洲主要市场电动自行车补贴政策（截至 2020 年 7 月 21 日） 8
图表 12：分排量来看：亚洲中小排量多，欧美大排量多（2012 年） 8
图表 13：中国摩托车出口量 9
图表 14：中国摩托车出口排量分布（2017 年） 9
图表 15：中国电动自行车出口 9
图表 16：中国电动自行车主要出口国家情况（2016 年） 10
图表 17：城市出行需求以短途出行为主，短途出行方式中骑行成本较低 11
图表 18：锂电池 VS 铅酸电池 12
图表 19：锂电车型与铅酸电池车型占比变化 12
图表 20：电动车新国标的执行标准（截至 2020 年 7 月 21 日） 13
图表 21：各地区新国标政策梳理（截至 2020 年 7 月 21 日） 14
图表 22：测算：非标车淘汰带来的更新需求增量 14
图表 23：国内上市电动车企业单车均价、单车毛利和净利 15
图表 24：国内各品牌锂电/铅酸产品参数及售价对比（2020 年 7 月 21 日） 15
图表 25：印度摩托车 VS 中国电动车（2020 年 7 月 21 日） 16
图表 26：中国人均可支配收入逐渐增长 17
图表 27：国内摩托车（不含电动）分排量销量分布（2019） 17
图表 28：中大排量摩托车年销量及人均销量（2018） 17
图表 29：各地摩托车分排量销量分布（2012） 17
图表 30：国内电动自行车主要产地产量占比（2019 年 1-11 月） 18
图表 31：新日股份营业成本拆分（2019） 19

图表 32：主要车企单车折旧情况 19
图表 33：国内电动车主要厂商销量占比（2018 年） 19
图表 34：国内主要电动车厂商销量 20
图表 35：国内主要电动车厂商市占率变化 20
图表 36：根据年产规模、技术能力我们将现有车企分为 3 个梯队（2019 年） 20
图表 37：国内电动自行车品牌矩阵图（销量 vs.价格） 21
图表 38：全球摩托车销量前十（2018） 21
图表 39：印度摩托车市场格局（2019） 22
图表 40：东盟摩托车市场格局（2019） 22
图表 41：欧洲摩托车市场格局（2020E） 22
图表 42：日本摩托车市场格局（2019） 22
图表 43：中国摩托车市场格局（2019） 23
图表 44：中国摩托车市场主要品牌销量（2019） 23
图表 45：国内排量≥250cc 的摩托车企业销量排名 23
图表 46：重点公司经营亮点及财务情况梳理（截至 2020 年 7 月 21） 24
图表 47：中长期国内电动自行车市场/市值空间测算（截至 7 月 21 日） 26

市场梳理：亚洲为二轮车消费大国，欧洲市场需求增长

国内发展历程：从摩托车到电动自行车，二轮车市场蓬勃发展

二轮车是交通出行工具中重要的组成部分，按照年产规模看，2019 年二轮车产销规模在接近 6,000 万辆的水平，主要解决消费者短途、娱乐为目的出行需求。按照动力输出、购买使用难易度划分，二轮车可以分为电动/非电动车、机动/非机动车，非机动车主要包括自行车和电动自行车，机动车主要包括摩托车、自重较重车速较高的电动摩托车等。非机动车不需要驾照，购买和使用更加便利。目前我国二轮车市场中以电动助力车产销规模最大，2019 年达到接近 3,000 万辆，占比超过 50%，摩托车、自行车销量分别约为 1,000 万辆、1,253 万辆。

图表 1：国内二轮车分类

	种类	驾照要求	上牌要求	销量规模
非机动车	自行车	无需驾照	无需上牌	1,000-1,500 万辆左右
	电动自行车	无需驾照	电自牌照	3,000 万辆左右
机动车	电动轻便摩托车（最高车速低于 50km/h）	F 照	蓝牌	
	电动摩托车（最高车速高于低于 50km/h）	E 照	黄牌	
	50cc 下摩托车	F 照	蓝牌	1,000 万辆左右
	50cc 以上摩托车	E 照	黄牌	

资料来源：政府官网，中金公司研究部

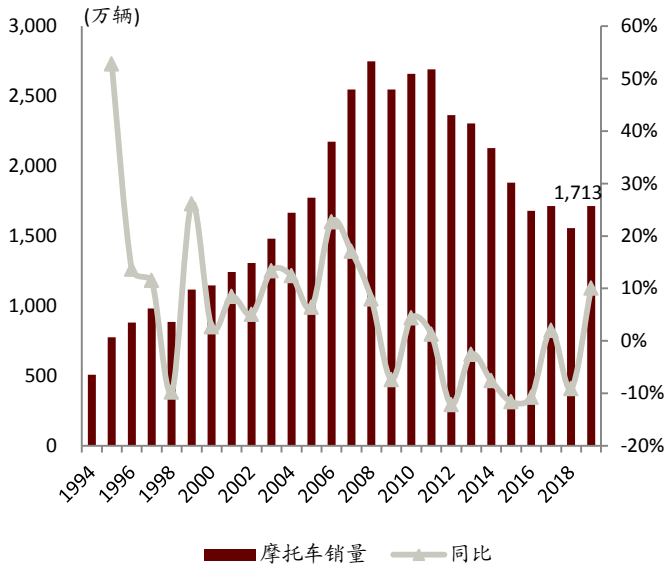
市场和政策限制，摩托车销量近年持续收缩，2019 年销量触底回升。1970 年代至 1990 年代，国内人均收入较低，公共交通系统不够发达，物美价廉的摩托车被用于个人日常交通工具和生产工具已越来越普遍，摩托车销量快速增长，年销量最高达到接近 3,000 万辆的水平；自 2011 年以来，国内摩托车总销量逐年递减，一方面是汽车普及度提升，逐渐替代摩托车成为代步出行工具，另一方面禁、限摩托的法律法规也对摩托产业多有限制，导致摩托车需求向电动自行车开始转化。2019 年受益于大排量摩托增长，摩托车全年销量达到 1,713 万辆（含出口，出口销量基本稳定在 700 万辆左右），实现销量触底回升。

图表 2：禁摩政策梳理

资料来源：政府官网，中金公司研究部

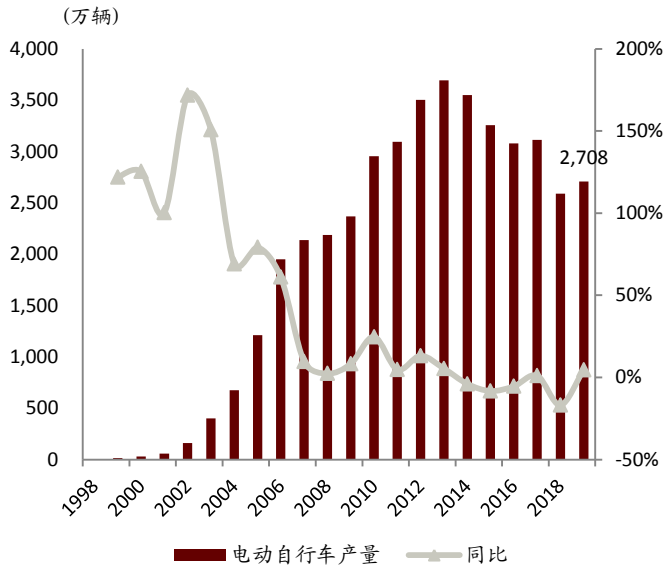
电动自行车销量快速增长，以满足短途代步需求。2000 年国内电动自行车开始起步，三电部件技术开始储备，到 2004 年，《道路交通安全法》正式实施，明确将电动自行车纳入非机动车管理范畴，电动自行车得以更广泛地应用，促进了电动自行车的快速发展。到 2005 年，电动自行车产销规模突破 1,000 万辆，2007 年迅速突破 2,000 万辆，2011 年突破 3,000 万辆，也逐步形成了一些全国性的大品牌，以及一些具有性价比优势的地方小品牌。2013 年国内电动自行车产销规模达到峰值 3,695 万辆， 2014 年以来年销量有所下降。目前国内二轮车电动化渗透率已经达到 80%左右的较高水平，电动二轮车进入存量替换阶段。

图表 3：中国摩托车销量（含出口）



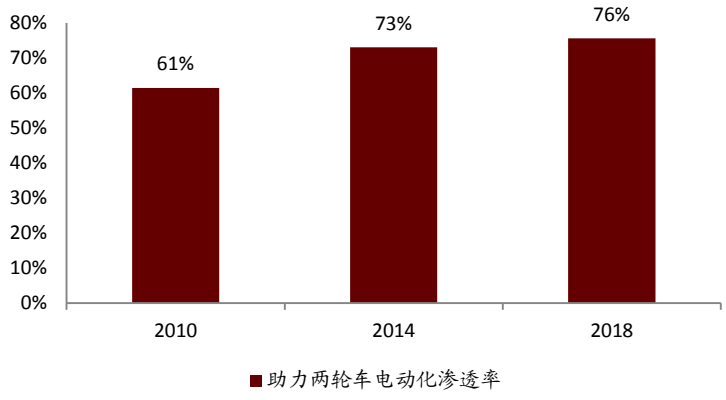
资料来源：中国汽车工业年鉴，中金公司研究部

图表 4：中国电动自行车产量



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

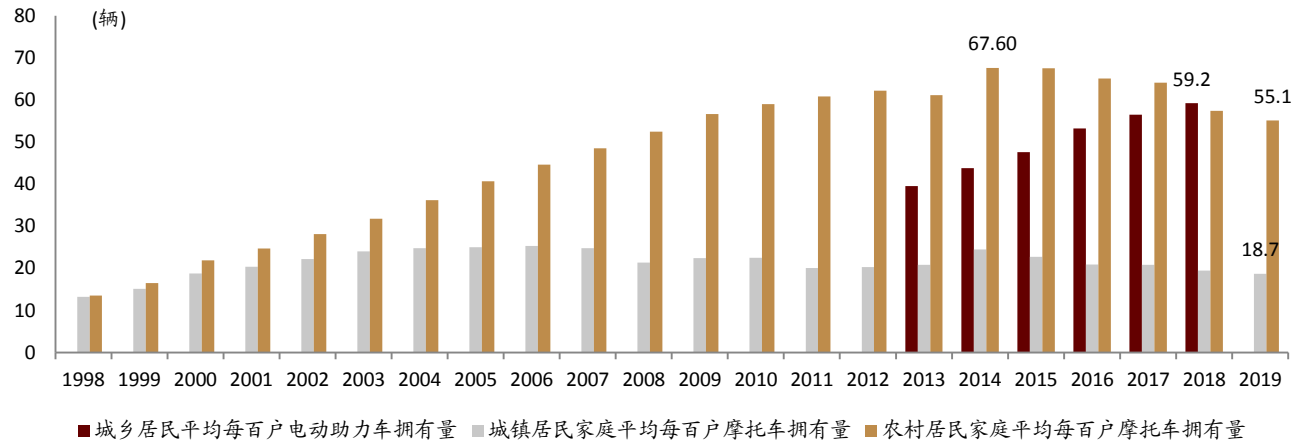
图表 5：国内助力二轮车电动化渗透率逐渐升高



资料来源：万得资讯，中国自行车协会，中汽协，中金公司研究部

电动自行车保有量仍在增长。由于摩托车行业产品同质化竞争严重，部分厂商无动力进行市场推广投入、车型开发和技术升级，作为交通工具的摩托车市场不断向边缘城镇和乡村收缩。2019 年，摩托车城镇、农村百户家庭拥有量分别为 18.7 辆、55.1 辆，从趋势上看，摩托车城镇保有量在 2006 年触顶，农村保有量也在 2015 年基本触顶。而 2018 年电动自行车城乡百户家庭拥有量达到 59.2 辆，我们测算全国保有量超过 2.5 亿辆，趋势上仍然在逐年增加。

图表 6：摩托车、电动助力车百户家庭拥有量



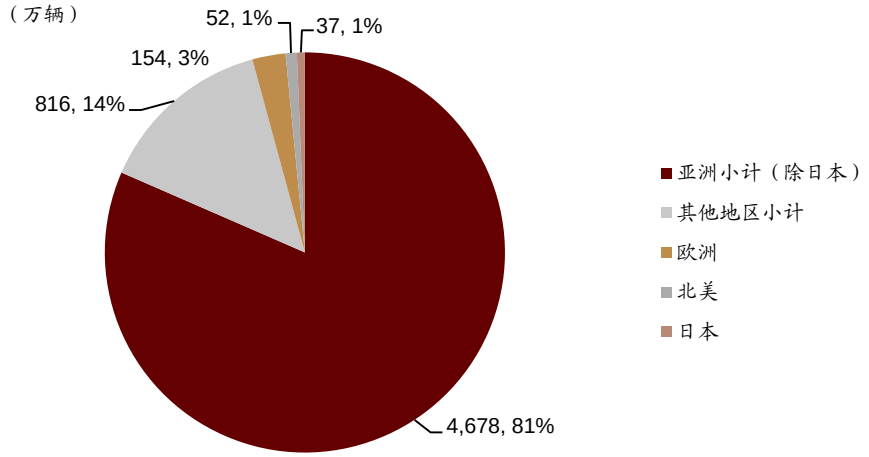
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

国际市场情况：东南亚、日本、拉美等国家为摩托车消费大国

根据 MCD（MotorCycles Data）统计，2019 年全球市场摩托车销量达到 6,264 万辆，近几年销量保持稳定。其中印度、中国和东南亚为摩托车主要销售地区，欧洲摩托车市场规模不大，但保持增长趋势。

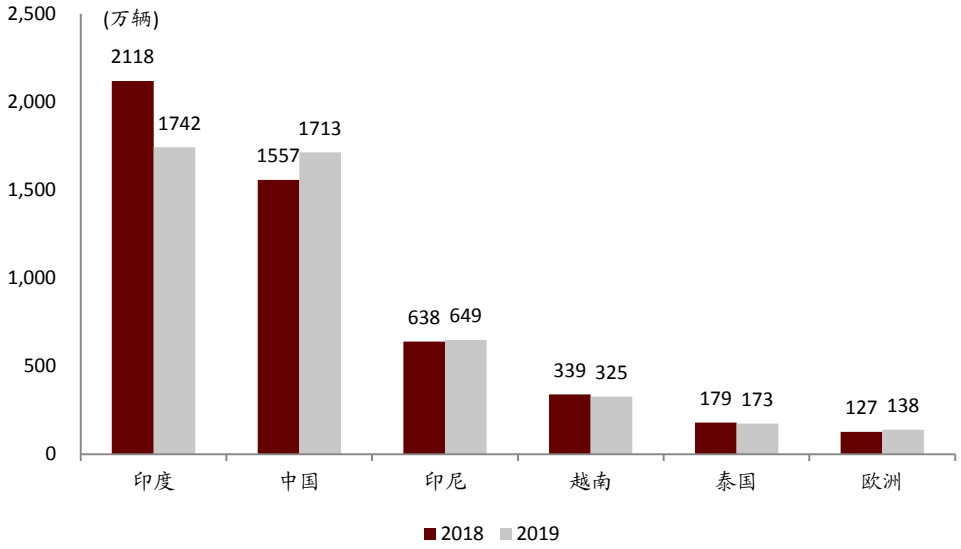
摩托车：亚洲为全球最大市场，欧洲市场仍在增长。根据雅马哈调查数据，2018 年，全球摩托车总需求约为 5,737 万辆，其中亚洲为摩托车的主要市场，需求量达到 4,678 万辆（除日本），占全球销量比重达到 81%，欧洲、美国、日本摩托车需求量分别占 3%/1%/1%。销量端来看，印度、中国为前两大摩托车市场，年销量超过 1,500 万台，亚洲贡献大部分销量，欧洲摩托车市场销量还在较快增长。

图表 7：2018 年全球摩托车需求调查



资料来源：Marklines，公司官网，中金公司研究部

图表 8: 2018-2019 年全球摩托车销量



资料来源：各国汽车工业协会、摩托车协会等，中金公司研究部
注：中国销量数据含出口

电动二轮车：东南亚地区受制于电力供应及摩托车流行而市场较小，欧洲受益于政策补贴销量增速快。东南亚地区受制于电力供应问题，虽然摩托车市场规模大，但目前电动二轮车市场仍然较小。欧洲地区摩托车以中大排量为主，开始出现明显的电动化趋势。2016-2019 年，主要受益于政府补贴政策以及人们对环保骑行的推崇，欧洲电动自行车销量接近翻倍，2019 年销量超过 300 万辆，其中两轮电动摩托车销量同比+57.5%至 7.4 万辆。欧洲市场持续推进出行节能减排，受益于政府大额度补贴，叠加新冠疫情使得人们对选择公共交通工具出行日趋慎重，我们预计欧洲电动自行车/电动摩托车销量仍将保持快速增长。

图表 9: 各国电动自行车销量情况

（万辆）	2016	2017	2018	2019
中国	2931.9	2945.2	2402.2	2562.4
欧洲（2019 为估算）	170.0	220.0	280.0	300.0
德国	*60.5*	*72.0*	*98.0*	*136.0*
荷兰	*26.9*	*29.7*	*40.9*	*42.3*
法国	*13.4*	*27.8*	*33.8*	*38.8*
日本	53.9	62.2	66.7	

资料来源：各国自行车协会，中金公司研究部
注:中国销量为产量-出口量估算

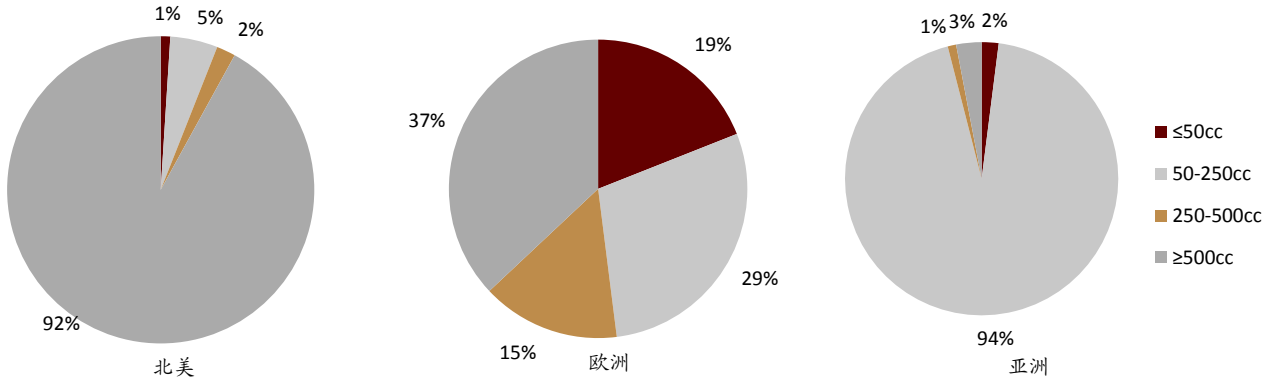
图表 10：欧洲主要市场电动自行车补贴政策（截至 2020 年 7 月 21 日）

	政策
意大利	2020 年 5 月 4 日生效的意大利第二阶段复工法令中，政府将为市民购买自行车和踏板车提供最高 500 欧元的补贴。
法国	法国多个城市对购买电动自行车的居民补贴最高 500 欧元；同时法国政府日前宣布一项总额 2000 万欧元的资金计划，企业也将得到政府资金支持，为骑自行车（包括自行车和助力自行车）通勤的员工提供每人 400 欧交通补贴。
德国	政府对“电动自行货车”最高补贴 1000 欧元；电动自行车补贴 500 欧元。同时重新规划道路标准，扩充临时自行车道。
比利时	电动助力自行车通勤者可获得每公里最高 0.24 欧元的免税补偿；同时更改了交通规则，以方便电动助力自行车出行。

资料来源：政府官网，中金公司研究部

总结来看，海外二轮车市场具有 2 个特点：1）印度、东南亚摩托车市场以通勤需求为主，小排量低成本摩托车销量规模大（占比超过 90%），电动化渗透率较低，2017 年东南亚、印度电动化渗透率仅为 7.1%、0.2%（以销售额估算），长期来看有广阔替换空间；2）欧洲市场以长距离通勤和娱乐需求为主，大排量摩托车销量规模大，2017 年电动化渗透率为 15.2%，也处于较低水平，摩托车、电动摩托车和电动自行车销量均呈现增长趋势，尤其电动摩托车销量基数仍然非常小，适合电动摩托车和电动自行车的推广。

图表 11：分排量来看：亚洲中小排量多，欧美大排量多（2012 年）

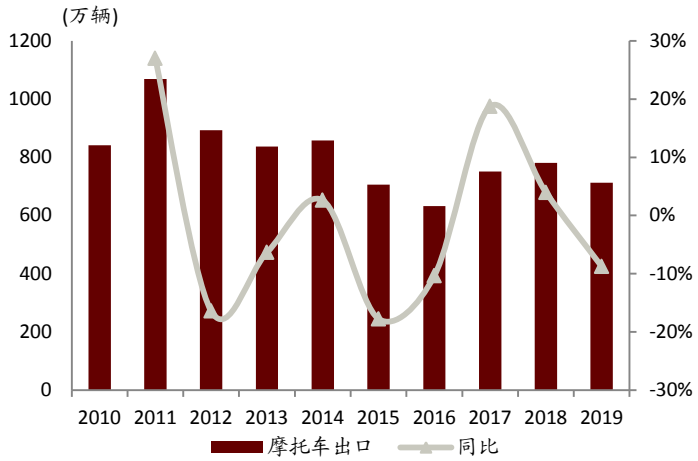


资料来源：IMMA（2012），春风动力招股说明书，中金公司研究部

出口情况：摩托车出口量大，电动自行车出口规模较小仍有突破空间

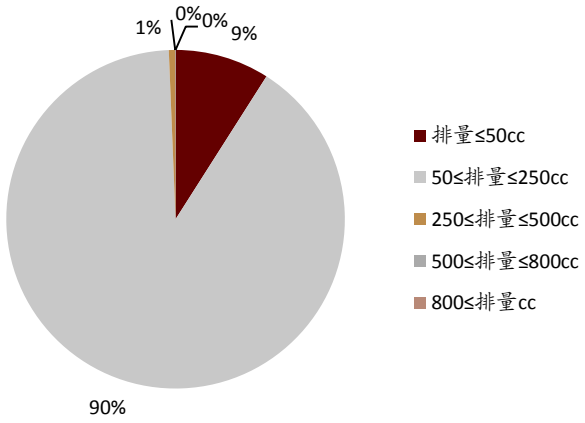
我国摩托车出口规模较大，以小排量产品为主。根据中汽协数据，2019 年摩托车整车出口 712.48 万辆，同比下降 2.52%，降幅比上年略有收窄；出口金额 40.64 亿美元，同比下降 2.03%，出口均价 570.4 美元，出口车辆主要以 250cc 以下的中小排量摩托车为主。

图表 12：中国摩托车出口量



资料来源：中汽协，中金公司研究部

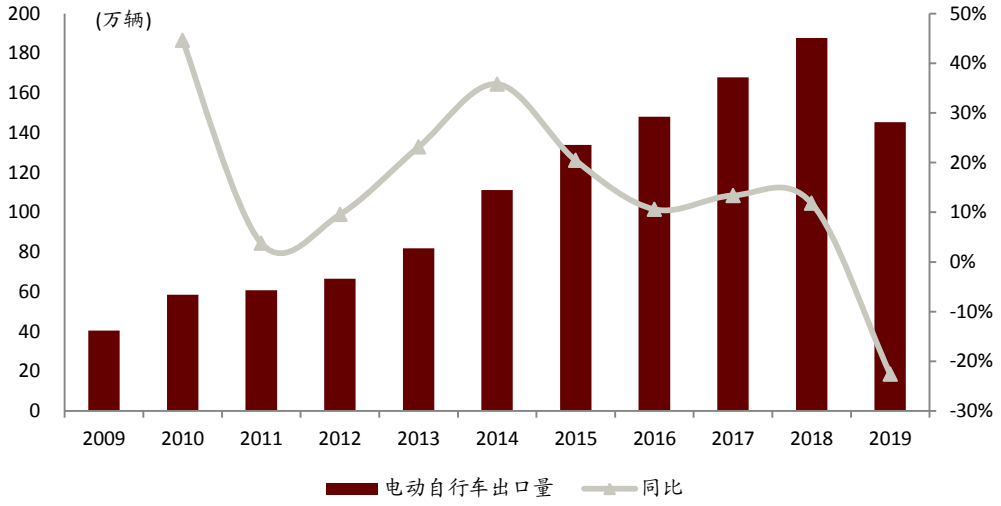
图表 13：中国摩托车出口排量分布（2017 年）



资料来源：中汽协，中金公司研究部

电动自行车出口量逐年增长，从 2010 年 50 万辆增长至近几年的 150 万辆左右。2019 年中国电动自行车出口量达到 145 万辆，同比下降 22.6%。分区域看，东南亚、美国、欧洲、日韩是我国电动自行车主要出口地区，出口各国的产品均价差异较大，东南亚地区发展中国家的出口均价较低，电动自行车因具有价格较低、轻便等特点，是摩托车的替代品，在越南、印尼、巴西等发展中国家得到广泛使用。而欧洲国家出口均价较高，主要原因是当地消费水平较高、当地政府重视环保，给予电动自行车较高额度的补贴。

图表 14：中国电动自行车出口



资料来源：中国自行车协会，中金公司研究部
注：2017 年为估算值

图表 15：中国电动自行车主要出口国家情况（2016 年）

国家或地区	出口量(万辆)	同比	出口额（万美元）	同比	单价（美元）	同比
越南	29.1	-20%	8,778.0	-10%	302.1	12%
美国	16.7	15%	5,618.6	35%	336.1	17%
荷兰	14.7	32%	11,900.6	46%	811.1	11%
菲律宾	7.5	43%	1,982.1	13%	263.8	-21%
朝鲜	5.8	304%	1,707.5	281%	294.4	-6%
以色列	5.6	-4%	2,194.8	-10%	389.5	-6%
比利时	5.6	61%	2,930.0	46%	524.6	-10%
德国	5.4	64%	2,407.1	52%	446	-7%
日本	4.6	25%	1,735.3	48%	375.5	18%
英国	4.1	21%	1,987.4	37%	484.4	14%
合计	99.1	12%	41,241.5	25%	416.1	12%

资料来源：中国自行车协会，海关总署，中金公司研究部

未来趋势：新国标带动替换潮，大排量摩托车快速增长

我们预计：1）国内电动自行车电池向铅酸高端化、锂电化转型，短期有新国标带动替换潮，长期看更换周期缩短、销量中枢上移，市场集中度提升，龙头企业的单车均价提升、车企盈利改善；海外出口市场仍有突破机会；2）摩托车行业空间继续萎缩，但大排量、娱乐需求的细分市场有亮点，存在进口替代机会。

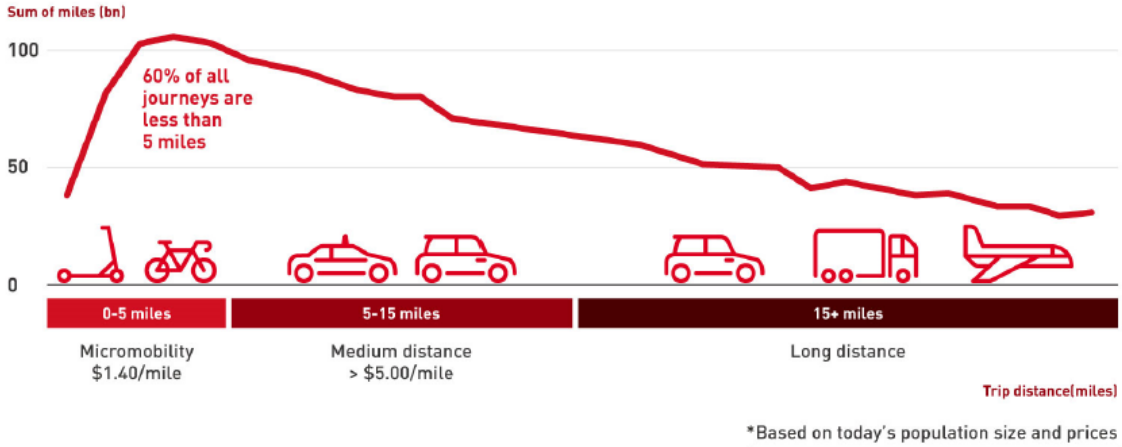
电动自行车：短期看新国标带动替换潮，长期看国内集中度提升、海外出口市场突破

TO C 短途代步需求旺盛，TO B 需求快速增长

电动自行车短途代步需求旺盛。我国城镇化水平不断提升，大城市圈带动出行需求增加。虽然伴随城市圈扩大，平均出行半径也逐步增加，但根据巴克莱研究，所有出行需求中超过 60%均为 5 英里以下的短途出行需求。另外，人均交通通勤费用不断提升，经过测算，短途需求的骑行成本在 1.4 美元/英里，低于驾驶及其他公共交通成本，因此我们认为即便私家车拥有量仍在提升，电动自行车具备便捷、便宜和环保等特征，能够更好地满足居民日益增长的短途出行需求。此外，交通拥堵、停车痛点、牌照限制以及轨交覆盖日趋完善的特点，也促使头部城市的电动自行车需求增加。

外卖用车快速增长，有望突破千万辆级别。伴随电商规模、在线生活服务商家覆盖率不断提升，我们认为外卖、快递用电动自行车需求正在经历快速增长。目前我国两轮物流用车市场以外卖用车为主、快递用车为辅，2017 年，我国外卖从业人员数量达到 700 万人，其中骑手数量达到 400 万人，到 2019 年美团签约骑手数量已经达到 400 万人，呈现快速增长的趋势。按照一人一车计算，我们预计外卖、快递用车数量有望达到 1,000 万辆级别。此外，外卖用车还具有使用强度大、更换周期短的特点，保有量对应的更换销量中枢更高。

图表 16：城市出行需求以短途出行为主，短途出行方式中骑行成本较低



资料来源：巴克莱研究，中金公司研究部

电动化升级是趋势：国内电动化渗透率已经较高，主要看铅酸高端化和向锂电的转换

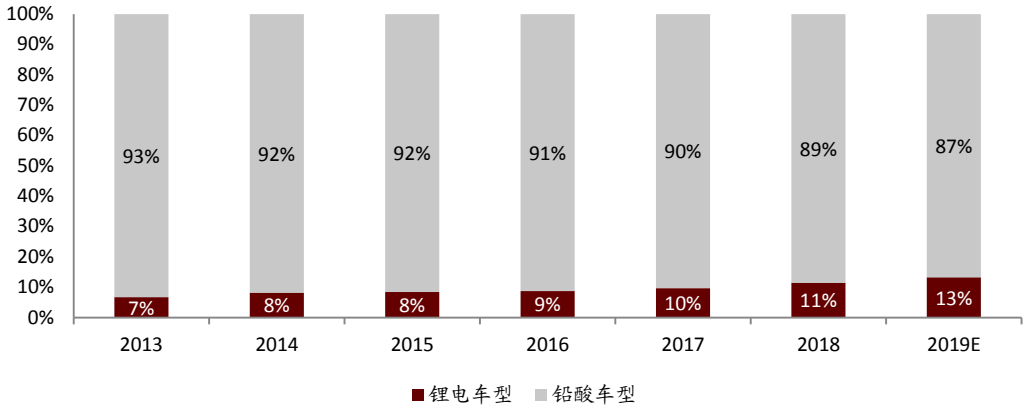
国内市场电动化渗透率高，但电池低端化严重。虽然我国二轮车电动化渗透率已经很高，但其中绝大多数为低端铅酸电池，2019 年锂电占比不足 15%。铅酸电池具有成本低的优势，以售价 2,500 元的雅迪米彩车型为例，60V+11AH（电池参数中电压决定其速度，电流决定其续航里程）的铅酸电池能够满足续航里程 40km，电池成本在 600 元左右，整车毛重在 93kg。

图表 17：锂电池 VS 铅酸电池

电池种类	优点	缺点
铅酸蓄电池	成本低；	
	无记忆效应；	重量大；
	基本可完全回收；	循环寿命相对较低；
	大电流放电性能好；	富液式充电存在一定的排放污染；
	高低温放电性能好；	充电时间长。
	浮充寿命及安全稳定性好。	
锂离子电池	重量轻；	成本高；
	比能量高；	安全性能较差；
	循环寿命长；	大电流放电性能较差；
	无记忆效应。	大容量制造技术尚待进步。

资料来源：爱玛科技招股书，中金公司研究部

图表 18：锂电车型与铅酸电池车型占比变化



资料来源：2019 年中国电动车产业发展白皮书，中金公司研究部

2018 年 5 月 17 日工信部正式发布电动自行车新国标，2019 年 4 月 15 日新国标开始正式实施，相比 1999 年上一版本修订标准，此次新国标修订更符合行业发展现状和实际安全情况，对车身大小、重量等各方面也做出了明确的限制：强制规定电动自行车时速≤25km/h,整车装配完整重量（含电池）≤55 千克，电机功率≤400W，标准电压≤48V，同时强调必须要有脚踏功能。新国标将进一步规范技术要求、消除不合格产品的负面影响，对于不符合新国标的电动车，我们认为各地政府将根据当地实际情况，通过资源报废、以旧换新、折价回购、纳入机动车管理等渠道和方式，逐步实现非标车淘汰。

图表 19：电动车新国标的执行标准（截至 2020 年 7 月 21 日）

	旧国标	新国标		
	电动自行车	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
执行标准	GB 17761-1999	GB 17761-2018	GB/T 24158-2018	GB/T 24158-2018
实施时间	1999-2019	2019.4.15	2019.4.1	2019.4.1
最高车速	20km/h	25km/h	25-50km/h	＞50km/h
整车质量(含电池)	≤40KG(不含电池)	≤55KG	可≥50KG	可≥50KG
脚踏骑行能力	**非必须**	**必须**	**无限制**	**无限制**
电机功率	≤240W	≤400W	400W~4KW（非强制）	可大于 4KW（非强制）
电池标称电压	≤48 伏	≤48 伏	无限制	无限制
机动车/非机动车	非机动车	非机动车	机动车	机动车
驾驶证	无需驾驶证	无需驾驶证	需要	需要
牌照（地方政策或有不同）	**无强制规定**	**电自牌照**	**蓝牌**	**黄牌**
能否载人	无强制规定	部分省可载 12 岁以下儿童	不可载人	可载一名成人

资料来源：工信部，政府官网，中金公司研究部

相同续航里程情况下，锂电重量是铅酸电池的三分之一。在满足新国标标准的情况下，装配铅酸电池的车辆最高为 48V+12AH 配置，续航约 40-50km，而装配锂电电池的车辆一般可达到 48V+22AH，续航可达到 100km。因为质量较重，铅酸电池在充电便利性、续航里程和使用寿命等方面存在痛点。消费升级驱动，同时伴随新版《电动自行车安全技术规范》的实施（简称新国标），对整车质量更加严格的限制，基于兼具新国标要求和满足续航里程的考量，我们认为会加速锂电渗透率提升。

量化测算：3 年过渡期，明年开始非标车辆或迎来替换潮

根据国家统计局数据，截至 2018 年底，我国城镇居民家庭平均百户电动自行车保有量为 59.2 辆，考虑到对车身结构多方面的要求，在新国标实施之前，市场上普遍销售的车型为非国标车型。因此我们估算城镇非国标电动自行车存量约为 1.7 亿辆，我们对部分地区政策进行梳理，全国主要地区对非国标车辆普遍设置 3 年过渡期，对于过渡期后非国标车辆禁止上路的落地情况，目前主要头部地区（如北京、天津、山东等）已经对此类车辆进行挂临时标识处理，为过渡期后的禁行落地提供实操基础。

图表 20：各地区新国标政策梳理（截至 2020 年 7 月 21 日）

	法规	实施时间	内容梳理
北京	《北京市非机动车管理条例》	2018 年 11 月 1 日	3 年过渡期；非国标车辆在 2019 年 5 月 1 日前需要申领临时标识，过渡期满不得上路。
天津	《天津市公安局关于开展二轮电动自行车免费登记上牌照工作的通告》	2018 年 5 月 9 日	3 年过渡期；对不符合国家标准的二轮电动自行车统一安装临时牌照。
上海	《上海市非机动车管理办法》	2019 年 4 月 15 日	非国标车辆需于 2019 年 4 月 29 日前完成登记上牌。4 月 15 日（含）后购买的非国标电动自行车不予办理上牌登记。
深圳	《关于加强电动自行车国家标准实施管理的通告》	2019 年 4 月 15 日	有过渡期（暂未明确时长），继续对快递、外卖、抢修等民生特殊行业电动自行车实施备案管理，凭借定购合同在 2019 年 5 月 15 日前完成备案纳管。
佛山	《佛山市电动自行车管理规定》	2020 年 8 月 1 日	符合旧国标或新国标但无 3C 认证的核发蓝色过渡牌，过渡期至 2022 年 1 月 31 日；既不符合新国标也不符合旧国标的，核发黄色过渡牌，过渡期至 2021 年 1 月 31 日。
江苏	《江苏省电动自行车登记管理规定（试行）》	2019 年 4 月 15 日，有效期 3 年	旧标准电动自行车登记目录作废，停止旧标准电动自行车登记上牌。实施前已经登记上牌的电动自行车继续使用原电动自行车号牌。
浙江	《浙江省电动自行车管理条例》	2020 年 7 月 1 日	非标电动自行车上道路行驶的，应当悬挂公安机关核发的临时通行号牌；非标车辆登记未满 7 年的，过渡期至 2023 年 1 月 1 日，非标车辆登记满 7 年的不得上路。
湖北宜昌	《宜昌市电动自行车管理条例》	2019 年 5 月 1 日	3 年过渡期；2019 年 5 月 1 日前购买的超标电动车三个月内申领临时牌照。
山东	山东电动自行车挂牌新政	2019 年 9 月 1 日	过渡期至 2022 年 12 月 31 日；旧标、违标电动自行车必须在 2020 年 1 月 15 日之前申请正式或临时车牌。
福建	《关于加强电动自行车规范管理工作的通告》	2019 年 11 月 10 日	6 个月的更换号牌过渡期；2024 年以后适时在城区三环路（含）以内道路全面禁止电动自行车通行，使用 3 年以内的电动车补偿 900 元，领取后不得购买新电动车。

资料来源：政府官网，中金公司研究部

按照政策实际落地严格程度，我们将全国城镇各地（不含农村）区划分为 3 个等级，不同等级假设不同存量淘汰更新比例，保守测算得到非标车淘汰带来的增量需求在 6,000 万辆左右，我们预计将在 2021-2022 年集中释放，从而带动年更新需求在 3,000 万辆左右，助力电动自行车销量实现翻倍增长。中长期看，锂电池换电成本高，消费者更可能进行新车替换而非电池替换，因此我们预计锂电渗透率提升后，更换周期有望缩短，也有望带动年稳态更新需求中枢上移。

图表 21：测算：非标车淘汰带来的更新需求增量

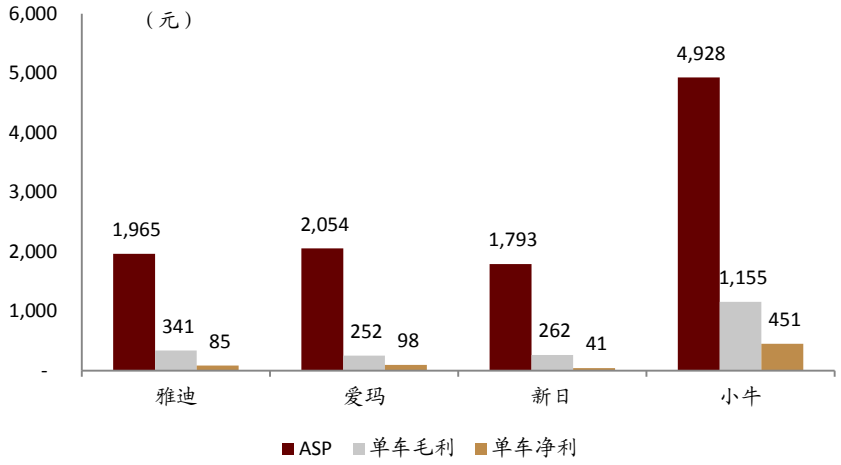
	城镇保有量（万辆）	替换比例			增量		
	截至 2018 年底	bull	base	bear	bull	base	bear
一线地区	4,670.6	80%	75%	70%	3,736.5	3,502.9	3,269.4
二线地区	8,632.7	50%	40%	30%	4,316.3	3,453.1	2,589.8
三线地区	3,836.7	30%	20%	10%	1,151.0	767.3	383.7
总计	17,139.9				9,203.8	7,723.3	6,242.9

资料来源：国家统计局，中金公司研究部

高锂电渗透驱动行业集中度提升，龙头企业 ASP 提升、盈利性改善

传统铅酸电池在性能方面差异性小，生产规模较小、自主创新能力低的电动自行车生产企业，其产品类型主要以低档次、低附加值产品为主，产品同质化严重，销售毛利率水平偏低。而即使参考上市公司情况，目前大品牌电动自行车的平均单价也在 2,000 元以下，毛利率在 15%左右，净利率在 5%以下。我们已经能看到头部品牌锂电车型的供给越来越多，平均售价在 3,500-4,000 元，相比铅酸车型有显著提升。同时，锂电采购成本较高，未来大品牌的规模效应会更加凸显。

图表 22：国内上市电动车企业单车均价、单车毛利和净利



资料来源：公司公告，中金公司研究部
注：爱玛采用 2018 年数据，其他公司采用 2019 年数据

尾部企业低价策略失效，加速行业集中度提升。我们认为锂电渗透率提升，也将进一步重塑行业竞争格局。根据我们的草根调研，48V+12A 的铅酸电池成本在 300 元左右，而 48V+20A 的锂电成本在 1000 元以上。相比之下，龙头企业具有品牌溢价，对锂电车型均价的提升能够对冲采购成本的增加，而尾部品牌仍然需要通过低价策略获得市场份额，电池成本的加成反而会导致利润率承压。因此我们认为伴随锂电车型渗透率提升，行业集中度会随之提升，也将带动龙头企业的均价提升和盈利改善。

图表 23：国内各品牌锂电/铅酸产品参数及售价对比（2020 年 7 月 21 日）

品牌	货号	重量（kg）	电机功率	最高时速	续航里程	电池类型	电池规格	参考价（元）
雅迪	小王子	54	350W	25km/h	30-40km	铅酸电池	48V12AH	2599
	可可 PLUS	41	350W	25km/h	40km	锂电池	48V12AH	3299
	欧睿	54	400W	25km/h	100km	锂电池	48V24AH	3699
绿源	FBC2 小红豆	54	300W	25km/h	45km	铅酸电池	48V12AH	2299
	FBE 小番茄	40	350W	24km/h	45km	锂电池	48V12AH	2499
	FEG 米兔	48	350W	24km/h	80km	锂电池	48V20AH	2999
五羊	金鹰二代	53	350W	25km/h	40km	铅酸电池	48V12AH	1799
	金鹰二代	47	350W	25km/h	50km	锂电池	48V15AH	2399

资料来源：公司官网，淘宝，京东，中金公司研究部

海外出口：欧洲和东南亚核心地区都存在突破空间

政策支持，电动化率进入快速提升时期。如前所述，目前我国电动自行车出口规模仍然很小，但保持了比较良好的增长趋势，目前头部企业开始谋求海外市场突破，有望成为新的增长点。一方面，印度、东南亚地区存在大量中小排量摩托车存量替换需求，市场空间在 2,000 万辆级别；另一方面，欧洲市场电动摩托车/自行车销量快速增长，政策驱动鼓励电动化转型。

规模效应提供制造优势，具有价格竞争力。国内龙头车企销量规模在百万辆级别，依托我国电动自行车销量大国的市场优势，以及上游供应链完善的布局，国产产品在价格方面更具竞争力。我们认为印度及东南亚市场需要先以低端车型作为突破口，我国铅酸电池车型平均售价在 2,000 元以下，相比当地摩托车车型售价在 4,000 元以上，也同样具有高性价比；而欧洲市场产品溢价更加明显，电动自行车平均售价在 1,500-3,000 欧元左右，而摩托车价格更加高昂，例如欧洲摩托车市场销量前 2 的雅马哈 MT-07 售价接近 6 万元，相比之下，以国产高端电动摩托车小牛 NQi 为代表，国内售价在 6,000 元，较海外竞品也有明显价格优势。这意味着在海外市场即使保持高性价比，国内车企也将获得更高的利润水平。

图表 24：印度摩托车 VS 中国电动车（2020 年 7 月 21 日）

产品类型	销售国家	品牌	品牌归属地	货号	动力类型	摩托车排量/电动车电池规格-续航	参考价（元）
电动自行车	中国	雅迪	中国	小王子	铅酸电池	48V12AH+续航 30-40km	2,899
电动自行车	中国	绿源	中国	FBC2 小红豆	铅酸电池	48V12AH+续航 45km	2,299
电动自行车	中国	五羊	中国	金鹰二代	铅酸电池	48V12AH+续航 40km	1,799
电动自行车	中国	永久	中国	GRADE S20	铅酸电池	48V20AH+续航 95km	2,199
摩托车	印度	英雄	印度	HF Deluxe BS6	燃油	97.2cc	4,492
摩托车	印度	Bajaj	印度	CT100	燃油	102cc	4,354
电动自行车	中国	雅迪	中国	欧睿	锂电池	48V24AH+续航 100km	3,699
电动自行车	中国	小牛	中国	U+（青春版）	锂电池	48V16AH+续航 65km	4,799
摩托车	欧洲	雅马哈	日本	MT-07	燃油	689cc	56,000
电动自行车	欧洲	Radon	欧洲	ZR Team Hybrid Performance 8.0	锂电池	博世 Powerpack 500Wh	16,200

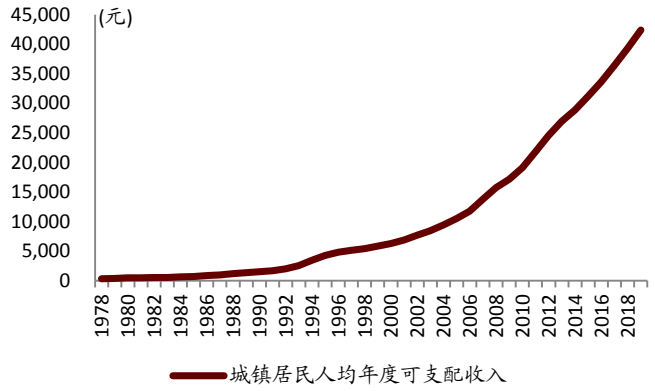
资料来源：公司官网，淘宝，中金公司研究部

摩托车：从通勤代步转向休闲娱乐，大排量需求快速增长

摩托车按结构特征可划分弯梁式、跨骑式、踏板式；按用途则分为城市踏板车、运动型车、公路赛摩托车、山地摩托车等；按排量划分，一般分为助力车（50cc 以下）、小排量（50cc-250cc）、中等排量（250cc-500cc）、大排量（500cc 及以上）。按排量划分，2019 年 250cc 以上的中大排量摩托车销量占比约为 1%。国内摩托车需求逐步萎缩，但伴随国内政策导向和市场消费升级，摩托车的消费对象和功能也发生了变化，从以前的小排量通勤代步用车逐渐转化到现在的大排量娱乐、比赛用车。

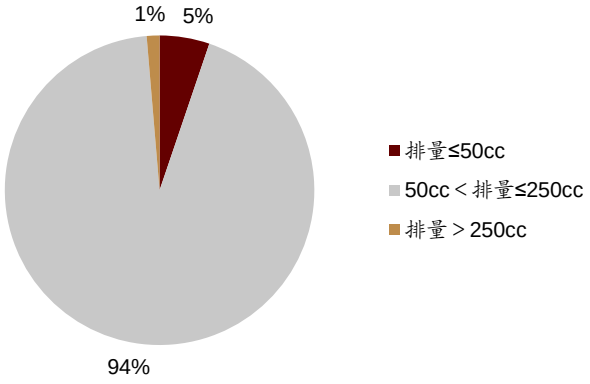
我们认为以下驱动力将支撑中大排量摩托车的高速增长：1）人均可支配收入不断提升，娱乐需求越来越多样化。近年来国内居民收入快速增长，2019 年城镇居民年度人均可支配收入达到 4.23 万元，消费者需求呈现多元化、个性化和年轻化，不少人开始选购大排量摩托车以满足追求更加刺激的娱乐需求；2）基数小、渗透率低，未来成长空间足。2018 年、2019 年 250cc 排量以上的中大型摩托车销量分别为 10.6 万台和 17.7 万台，渗透率仅 1%，但同比增长 67.0%；3）俱乐部数量不断增加，娱乐、比赛人群培养土壤逐步完善，骑车开始构成社交圈属性。

图表 25：中国人均可支配收入逐渐增长



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 26：国内摩托车（不含电动）分排量销量分布（2019）



资料来源：中汽协，中金公司研究部

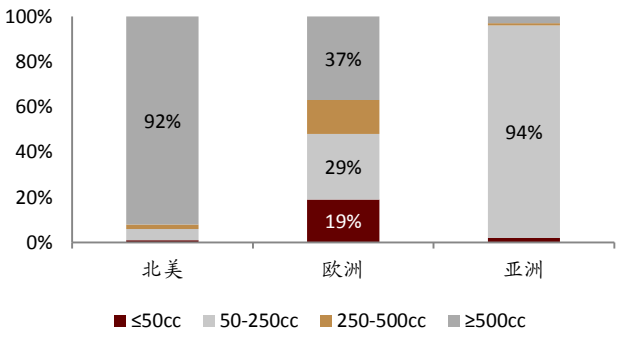
未来中大排量摩托车市场空间有望达到 100 万辆级别。横向对比海外市场，中大排量摩托车渗透率跟地区经济发达程度正相关，同时也跟道路情况、文化差异、历史沿革也有密切关系。从摩托车销售结构看，2018 年大排量摩托车（250cc 以上）在美国市场销售约 37 万辆，万人拥有量为 11.2 辆，欧洲市场销量为 59 万辆，万人拥有量为 8.0 辆。结合上述提及的综合地域情况，按照万人拥有量测算，如果中国市场能够达到接近日本的水平，对应中大排量摩托车销量在 100 万辆左右，较现在具有 8 倍的增长空间。

图表 27：中大排量摩托车年销量及人均销量（2018）

	年销量（万）	人口（亿）	人均（辆/万人）
美国	37	3.3	11.2
日本	9.3	1.25	7.4
欧洲	59	7.4	8.0
中国	13	14	0.9

资料来源：各国汽车协会、摩托车协会，中金公司研究部

图表 28：各地摩托车分排量销量分布（2012）



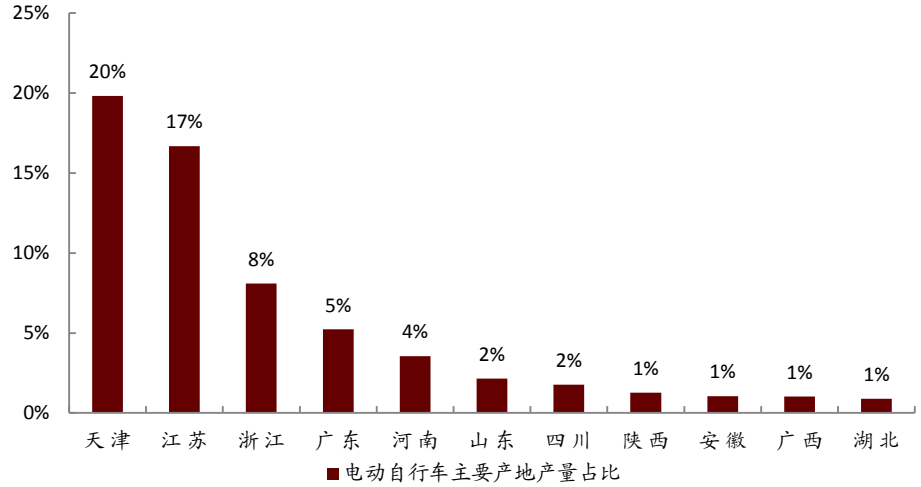
资料来源：国际摩托车制造协会，中金公司研究部

竞争格局：电动自行车集中度提升，大排量摩托车关注进口替代

电动自行车：产品高端化、企业规范化是趋势，市场会继续向头部企业集中

轻资产、行业比较分散。目前，已初步形成天津、江苏、浙江三大制造基地的板块格局，产量占比分别约为 20%、17%、8%。天津主要制造简易款电动自行车、江苏主要生产豪华款电动自行车，浙江是电机、模具、塑件等零部件的主要生产基地和中国电动自行车生产大省。此外，山东、广东、河南等地也逐步成为电动自行车制造企业的聚集地。

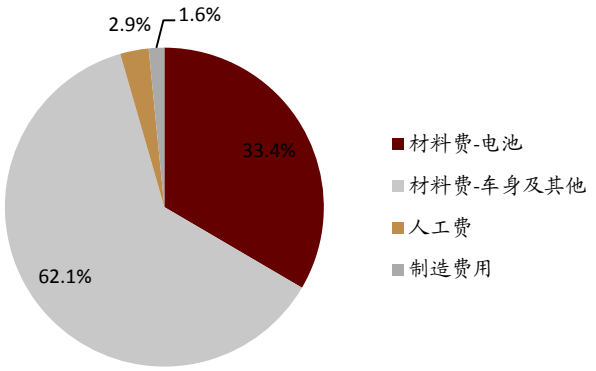
图表 29：国内电动自行车主要产地产量占比（2019 年 1-11 月）



资料来源：中国自行车协会，中金公司研究部
电动自行车 1-11 月产量为按照全年产量估算

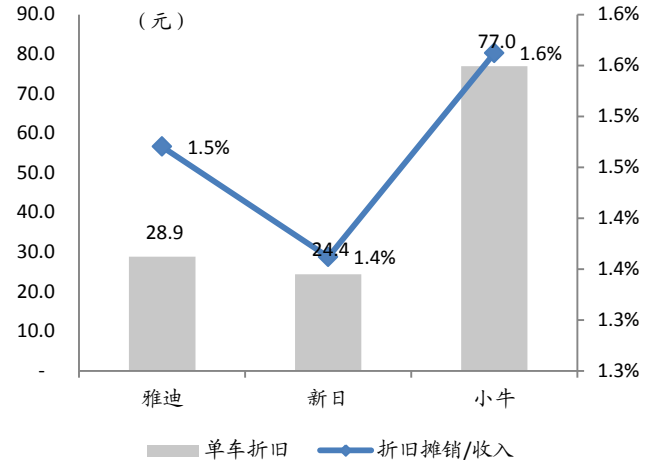
由于电动车制造技术门槛较低，以零部件外采、组装为主，电池、车身等成本占比超过 95%，而资产较轻，折旧占比在 1.5%左右，因此导致行业格局比较分散。2018 年电动自行车 CR5 市占率达到 55%、CR10 达到 73%，市占率不足 1%的尾部企业累计销量规模仍有 500 万辆。目前雅迪、爱玛已经成为行业两大巨头，市占率均接近 20%，新日、台铃为第二梯队，市占率在 5-10%，其他地方龙头品牌市占率均在 5%以下。

图表 30：新日股份营业成本拆分（2019）



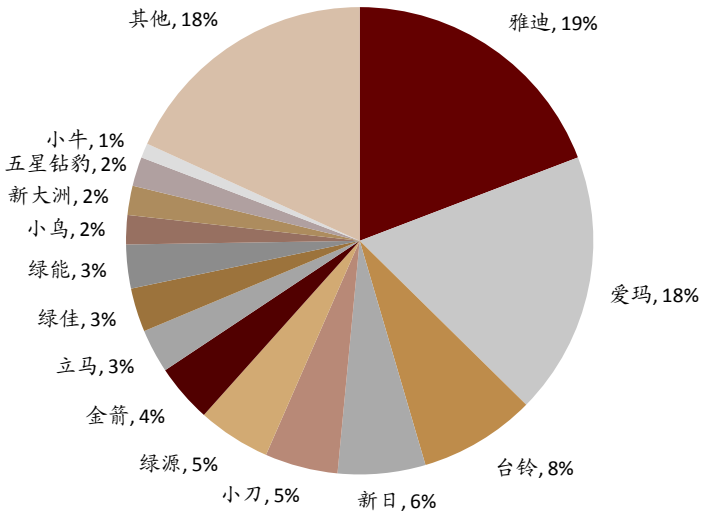
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 31：主要车企单车折旧情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 32：国内电动车主要厂商销量占比（2018 年）

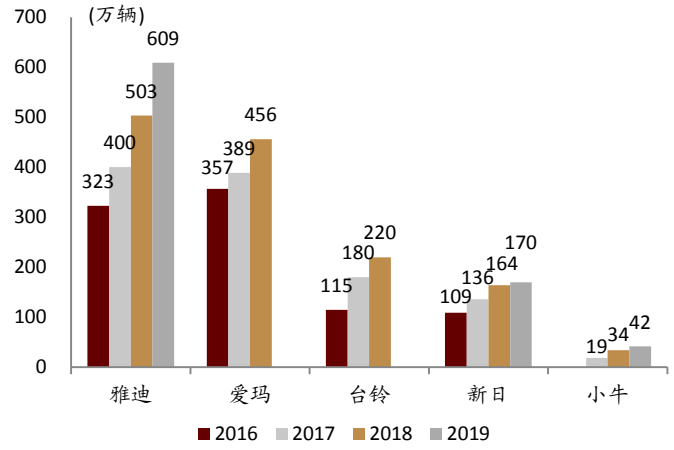


资料来源：公司官网，中国自行车协会，中金公司研究部

对比过去几年，基于消费需求升级，集中度提升已经能够看到趋势。未来，有品牌、有规模特别是拥有核心技术的生产企业，将获得更大的市场份额。

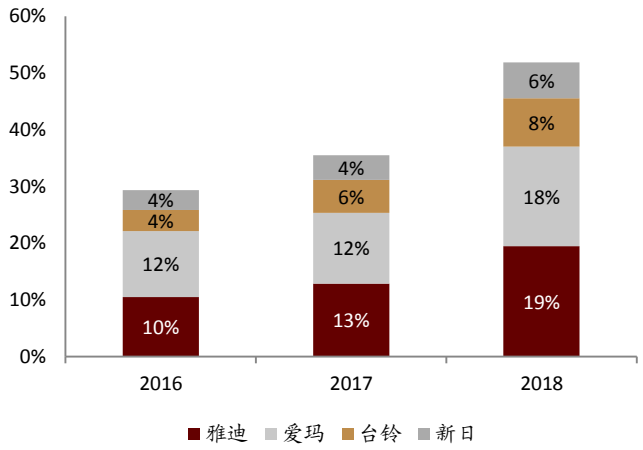
- 消费升级，电动自行车消费客群向上升级，在全国范围内大众认可度高的品牌越来越受到重视，用户粘性越来越强；
- 锂电渗透率提升，低价策略的尾部企业盈利能力变差，而具有高溢价能力、采购规模效应的头部企业，盈利能力变好；
- 新国标提高企业生产门槛，生产经销国标车的企业需要通过 3C 认证，对生产设备、检测设备、质量稳定性等有一定要求要求。根据北京市电动自行车产品目录，目前拥有符合新国标车型的电动车企业只有 50 家左右，远低于现存企业数量。

图表 33：国内主要电动车厂商销量



资料来源：公司官网，中国自行车协会，中金公司研究部

图表 34：国内主要电动车厂商市占率变化



资料来源：公司官网，中国自行车协会，中金公司研究部

根据年产规模、技术能力我们将现有车企分为 3 个梯队，往前看，下述 3 个梯队企业，我们认为 1、2 梯队企业市占率会持续提升，其中 1 梯队企业提升速度更快，而第 3 梯队企业将逐步淘汰出清。

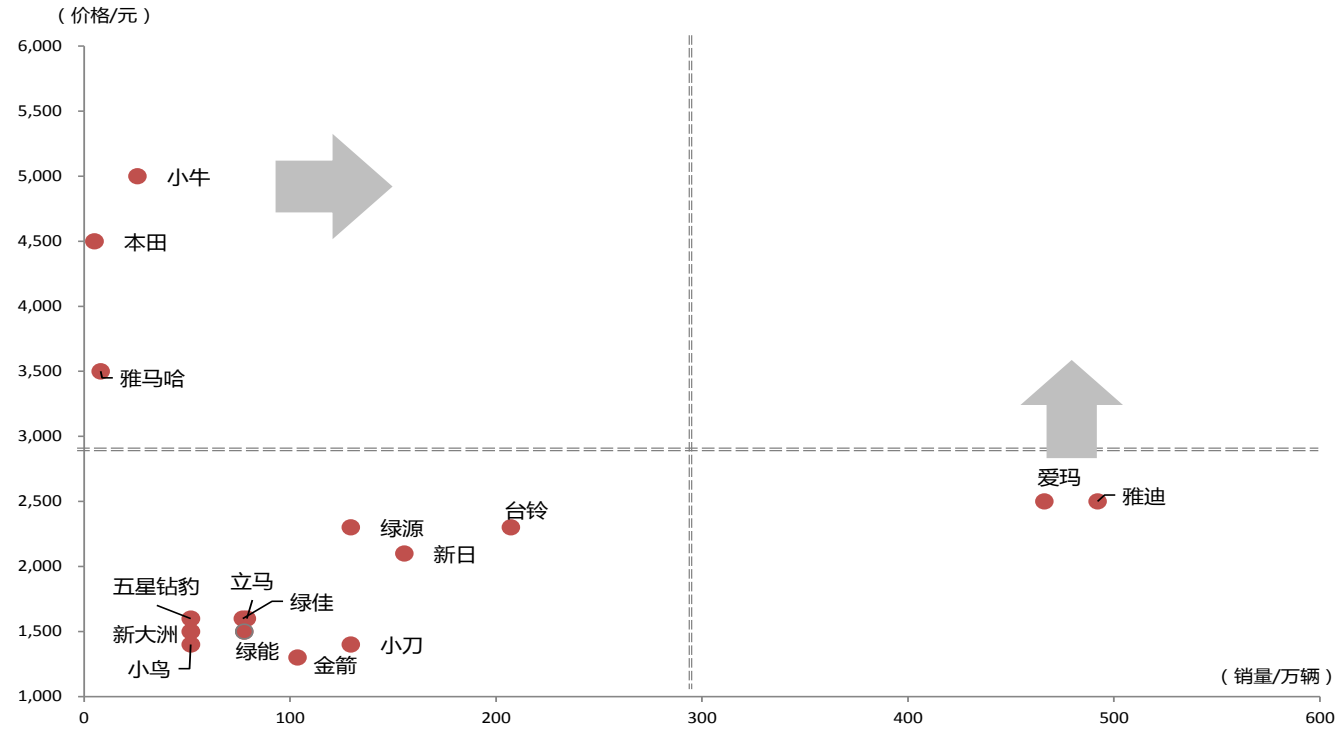
图表 35：根据年产规模、技术能力我们将现有车企分为 3 个梯队（2019 年）

	年产规模	能力	代表企业
第一梯队	200 万辆以上，市占率 10%以上	注重技术创新、产品升级更新和销售网络的建设，品牌影响力和公司的综合实力较强，市场认知度高	雅迪、爱玛、小牛
第二梯队	50-200 万辆，市占率 5%左右	为行业发展的中坚力量，品牌的活跃度与单方面的优势不断得到进一步强化	台铃、小刀、新日、绿源
第三梯队	50 万辆以下，市占率 5%以下	虽然产销规模上与上述两类品牌生产企业有差距，但是局部区域和领域具有较强的竞争力	立马、新大洲、绿能以及其他尾部品牌

资料来源：公司公告，公司官网，中金公司研究部

从企业战略角度看，我们以价格和销量 2 个维度做矩阵图，可以将现存品牌定义为 3 个市场，低端走量市场、中端走量市场和中高端附加值市场。国产品牌以雅迪和小牛为代表的，2 种战略布局我们认为在未来都会拥较好的中长期发展：1）中端走量市场：主要覆盖 2,000-3,000 元的走量市场（占总量比在 50%），拥有 20-30%的市场份额，并不断向 3,000 元以上突破，在保持高性价比的基础上提升产品力和品牌形象；2）中高端高盈利市场：主要覆盖 4,000 元左右的高端市场（占总量比在 10%），在保持品牌调性的基础上适当下探到 3,000 元市场，保持高单车盈利。

图表 36：国内电动自行车品牌矩阵图（销量 vs.价格）



资料来源：中国自行车协会，公司公告，淘宝网，中金公司研究部

摩托车：全球市场格局稳定，国内大排量市场存在进口替代的机会

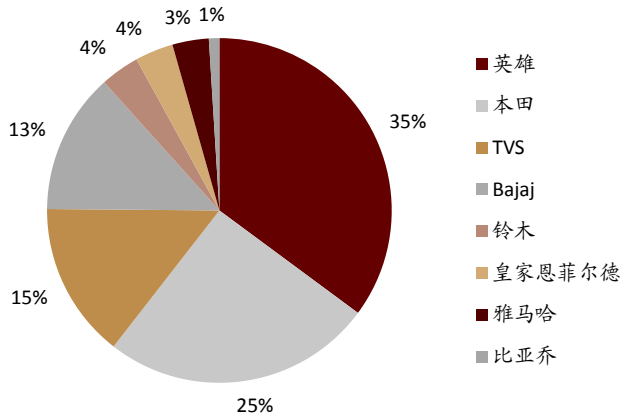
全球市场格局比较稳定，日本、印度品牌具备领先优势。全球前十大摩托车制造商分别为本田、雅马哈、英雄和哈雷等，2018 年累计销量占全球销量比在 65%以上，其中最大的本田销量规模在 1,955 万辆。前十家企业中，包括 4 家日本制造商，本田、雅马哈、铃木和川崎，销量占比达到 40%，在日本、东南亚、欧洲和印度摩托车主要销售地区均有较强的市占率布局，具有深厚的产业链生产经验，以及中高端的产品定位布局。印度品牌英雄、TVS 和 Bajaj 占据 3 个位置，主要受益于本地巨大的市场需求。参考全球主要摩托车销售地区各品牌销量情况，印度、日本、东南亚 CR4 市占率均接近 80-90%，由于摩托车发展历史悠久，已经形成了相对稳定的市场格局。

图表 37：全球摩托车销量前十（2018）

	2018 年收入规模（百万美元）	销量规模(万辆)
本田	18,590	1,955
英雄	4,964	759
雅马哈	9,732	539
TVS	2,299	344
Bajaj Auto	3,761	339
铃木	2,200	159
皇家恩菲尔德	1,440	82
川崎	2,089	55
比亚乔	1,176	38
KTM	1,648	19

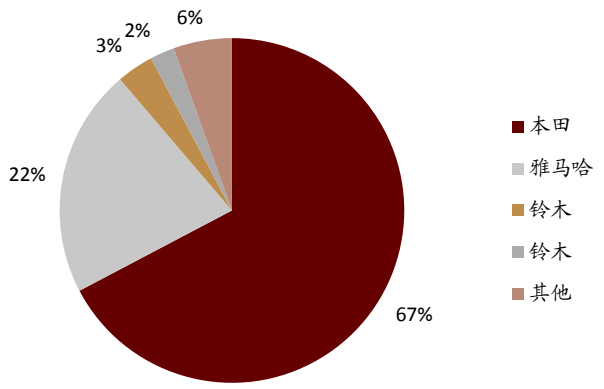
资料来源：各国摩托车协会，各国汽车工业协会，公司公告，中金公司研究部

图表 38：印度摩托车市场格局（2019）



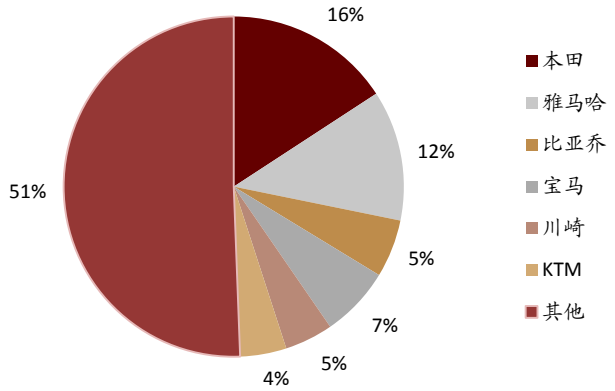
资料来源：www.motorcyclesdata.com，中金公司研究部

图表 39：东盟摩托车市场格局（2019）



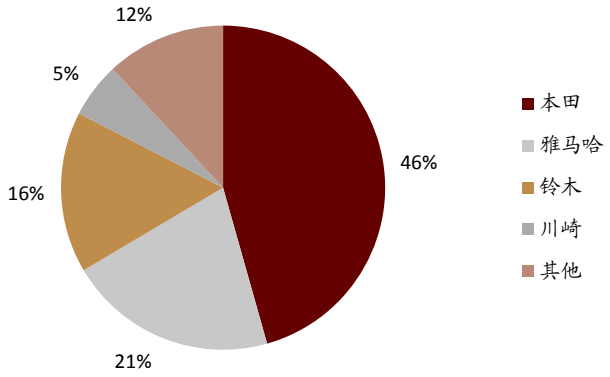
资料来源：www.motorcyclesdata.com，中金公司研究部

图表 40：欧洲摩托车市场格局（2020E）



资料来源：Statista，中金公司研究部

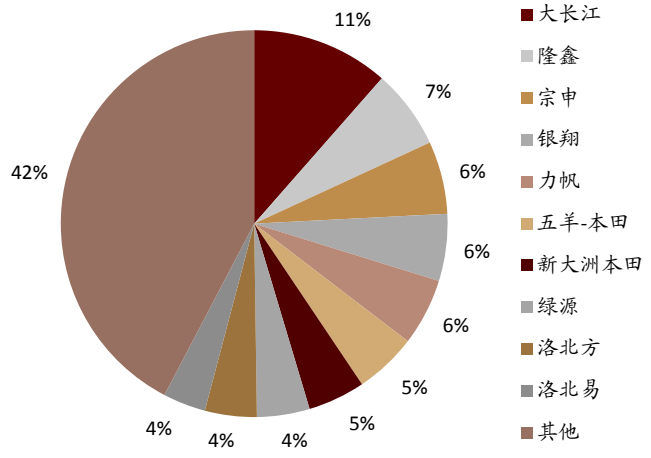
图表 41：日本摩托车市场格局（2019）



资料来源：www.motorcyclesdata.com，中金公司研究部

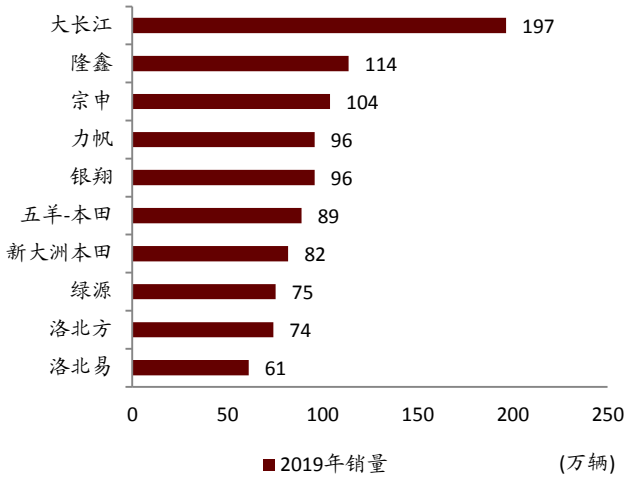
国内中小排量摩托车市场分散。国内自主品牌厂商生产集中在中小排量摩托车市场，市场格局相对分散。2019 年销量前十的企业分别为长江、隆鑫、宗申等，其中 CR5、CR10 分别在 40%、60%左右，市占率不足 5%的企业累计销量占比超过 50%。虽然中小排量摩托车市场规模收缩，但市场发展多年，叠加摩托车保有量向农村收缩，驱动行业优胜劣汰、集中度提升的动力有限，多年未出现集中度提升的趋势。

图表 42：中国摩托车市场格局（2019）



资料来源：中汽协，中金公司研究部

图表 43：中国摩托车市场主要品牌销量（2019）

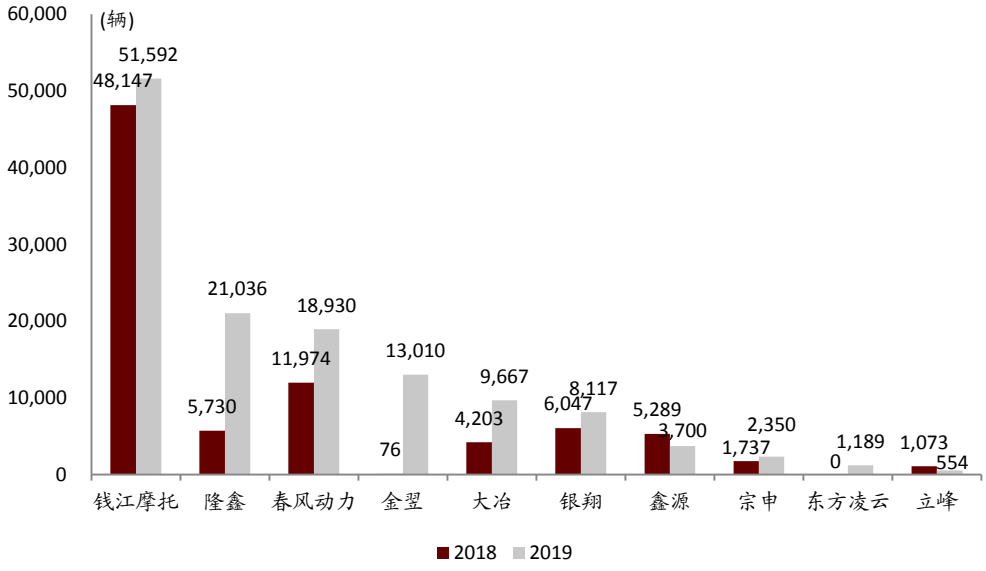


资料来源：中汽协，中金公司研究部

大排量市场以进口为主，进入门槛高。2019 年中国摩托车总销量约为 1,713 万（包含出口），250cc 以上排量摩托车销量为 17.7 万辆，进口比例约为 20%；400cc 以上摩托车销量为 2.7 万辆，进口比例超过 50%。中大排量摩托车进口比例高的核心原因在于技术门槛较高，主要技术门槛在于发动机的制造技术，大排量摩托车对发动机散热要求高，需要采用水冷技术，而基于中小排量摩托车为主的发展背景，国内从事水冷发动机生产制造的企业数量较少。

国产企业龙头集中度高，进口替代有突破空间。目前部分具备一定研发设计实力的国产企业，已经开始发力中大排量市场。2019 年在中大排量摩托车市场中，钱江摩托、隆鑫通用、春风动力销量分别达到 5.2 万辆、2.1 万辆、1.9 万辆，销量增速分别为 7%、267%、58%，国产 CR3 市占率达到 69%。我们认为上述龙头公司，通过多年钻研已经掌握核心发动机技术，同时通过跟外资品牌的合作学习，已经具备先进的整车设计和制造能力，有望逐步凭借高性价比、强产品力的车型实现中大排量摩托车的部分进口替代。

图表 44：国内排量≥250cc 的摩托车企业销量排名



资料来源：中汽协，中金公司研究部

重点公司梳理

整车制造：小牛电动、雅迪控股、新日股份为目前上市的 3 家电动自行车整车制造龙头企业；春风动力，领先布局大排量摩托车、四轮全地形车，另外钱江摩托、隆鑫通用也为上市中大排量摩托车市场龙头企业；

零部件供应：亿纬锂能、天能动力、超威电池为上市电动自行车主要电池供应商，有望受益于未来 2 年电动自行车替换潮带动的行业销量增长。

图表 45：重点公司经营亮点及财务情况梳理（截至 2020 年 7 月 21）

公司名称	股票代码	主营业务	优势（技术/品牌等）	2019 年收入（亿元）	2019 年净利润（亿元）	市值（亿元/港币/美元）
电动自行车整车制造：						
雅迪控股	1585.HK	电动两轮车(其中包括电动踏板车及电动自行车)、电池充电器	**雄厚的消费者基盘：**多年品牌积淀，全国销量最高的电动自行车企业，2019 年国内销量达 609 万辆；产品出口 83 个国家，在全球具有广泛的知名度 **完善的销售网络布局：**全国 2155 家经销商，超过 12000 个销售网点，实现充分的渠道下沉	119.73	5.20	201.56
小牛电动	NIU.O	高端锂电电动二轮车生产制造	**高端品牌定位：**创新性的车身设计，获得白领市场青睐，高端品牌定位获得价格溢价，平均价格达到 5000 元 **技术实力强：**自主研发睿电动力锂电系统科技，全面提升电池续航、动力、寿命和安防等各项性能指标 **优质体验和服务：**全车 30+个 ECU 监控，实现车辆定位防丢，小牛电动 app 整车管家，多功能、车友圈层增加用户粘性	20.76	1.90	30.47
新日股份	603787.SH	电动两轮车(其中包括电动踏板车及电动自行车)	**销售网络广：**全国拥有 5000 余家销售与服务网点，经过多年的不断积累，公司已构建了覆盖全国，整合跨界、批发、零售、直销等多元化渠道网络体系 **具备一定的研发能力：**拥有众多研发中心及检测中心，与美国麻省理工学院(MIT)、中国科学院、清华大学等形成产学研一体化战略合作关系	30.56	0.71	43.84
中大排量摩托车整车制造：						
钱江摩托	000913.SZ	摩托车整车和发动机及关键零部件研发、制造	**整合能力：**公司是吉利集团旗下子公司，2005 年全资收购意大利百年摩企 Benelli，已成为国内摩托车行业少数能制造高端大排量摩托车的企业之一 **品牌力产品力强：**公司拥有钱江摩托、Benelli、Keeway、KSR 四大摩托车品牌，产品涵盖 110cc 普通代步车到 1130cc 高档大排量赛车等全系列摩托车，引领国内大排量摩托车潮流 **销售网络广：**产品远销 130 个国家和地区	37.85	1.72	80.28
隆鑫通用	603766.SH	发动机、摩托车、发电机组、无人机、	**品牌力产品力强：**公司拥有“隆鑫”、“劲隆”等知名品牌 **销售网络广：**向全球 100 多个国家和地区提供产品和服务，并与	106.50	6.03	88.30

		汽车零部件制造	多家国际知名公司建立长期稳定的合作关系			
春风动力	603129.SH	大排量水冷动力技术研发制造，全地形车，摩托车及后市场用品的研发，制造和销售	**发动机技术领先：**公司专注于大排量水冷动力技术，公司自主研发了国内第一款 650cc 大排量街车、国内第一款 800cc 大排量全地形越野车等产品，填补了多项国内技术空白 **市场地位高：**CFMOTO 在全球四轮摩托车领域多个国家排名位居首位。公司在国内大排量摩托车市场产销位居前列，并占据国内全地形车绝对龙头地位	32.42	1.74	116.91
零部件：						
超威动力	0951.HK	铅酸动力电池及其他相关产品的制造及销售	**技术领先：**铅酸电池技术领先，是中国唯一全面采用胶体电池技术的铅酸动力电池生产商 **电动自行车市占率高：**2015 年公司在电动自行车动力电池的市场份额超 40%	272.30	5.07	41.18
天能动力	0819.HK	电动自行车动力电池、电动汽车动力电池以及新能源储能电池	**品牌力强：**以自有品牌「天能(TIANNENG)」出售产品 **具备一定研发能力：**加快研发用于纯电动汽车的动力电池，对重点新能源市场区域进行战略性营销网络布局，加快发展风能太阳能储能电池业务以及再生铅业务	406.84	17.26	189.19
亿纬锂能	300014.SZ	锂原电池、锂离子电池、电源系统	**市占率高：**与超威动力分列电动自行车市场前二 **技术领先：**公司锂亚电池居世界前列，锂原电池居国内领先地位 **下游客户广：**覆盖智能电网、智能交通、智能安防，储能，新能源汽车，特种行业等市场	64.12	15.49	983.16

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

疫情后需求大幅反弹带动板块股价上涨，中长期逻辑仍在逐步兑现中。从 4 月开始，雅迪、小牛、新日等股价走势非常强劲，均实现 100%以上的增长。我们认为疫情后国内市场电动自行车需求的快速恢复是主要催化剂，根据自行车产业协会披露，2020 年 1-5 月国内市场电动自行车规模以上企业产量 859.4 万辆，同比+1.2%，相比 1-4 月降幅大幅收窄 11.8ppt，5 月产量快速恢复；二季度小牛电动国内销量达到 15.5 万辆，同比+81.0%。此外，雅迪控股近期发布公告预计 1H20 录得纯利同比增长不少于 90%，增长主要由于电动两轮车销量增加。除了需求回暖，我们在上文中讨论的非标车淘汰、锂电渗透率提升，带动的行业集中度提升、盈利能力改善，在上市公司股价中体现还非常有限。自上而下量化，我们估算头部上市公司市值仍有翻倍空间。

图表 46：中长期国内电动自行车市场/市值空间测算（截至 7 月 21 日）

主要参数	量级	备注
行业销量（万辆）	3,500	2.5 亿辆保有量，平均替换周期 7 年
头部企业市占率（CR5）	75%	雅迪、爱玛市占率分别在 25%，台铃、新日市占率分别在 10%，小牛销量达到 200 万辆
头部销量（万辆）	2,625	
单车均价（元）	2,500	按照锂电渗透率达到 50%，铅酸均价 1,800 元，锂电均价 3,000 元
收入规模（亿元）	656	
净利率	8%	以雅迪为例，净利率提升 2ppt/单车 50 元
净利润规模（亿元）	52.5	
平均 P/E	20.0	
市值规模（亿元）	1,050.0	
雅迪+小牛+新日市值（亿元）	331.9	

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层 | 邮编：100004
电话：(+86-10) 6505 1166
传真：(+86-10) 6505 1156

美国
CICC US Securities, Inc
32th Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

英国
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road,#33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

香港
中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319-5000
传真：(86-755) 8319-9229

CICC
中金公司

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。